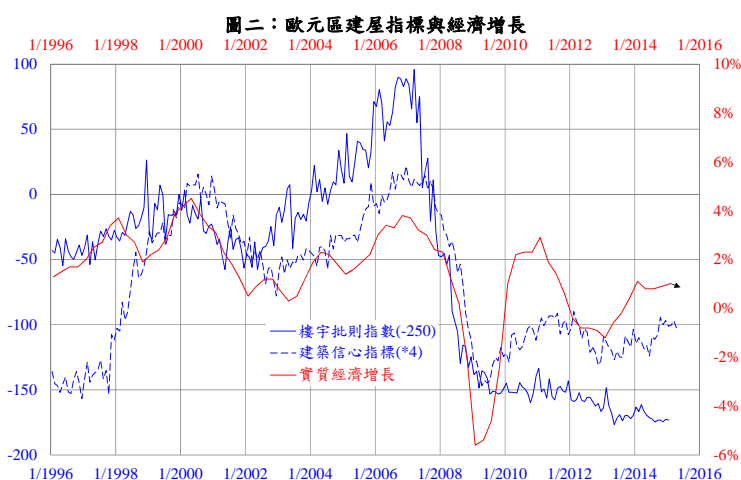
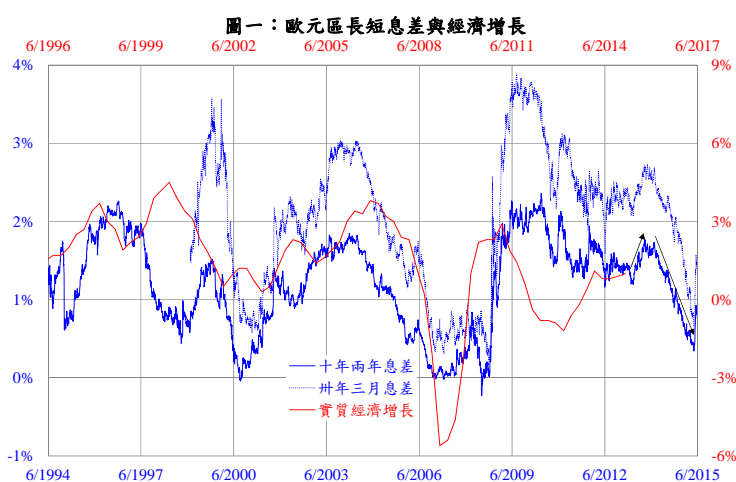


《信報》專欄〈一名經人〉

指標窺探歐元區 今年仍強明年衰

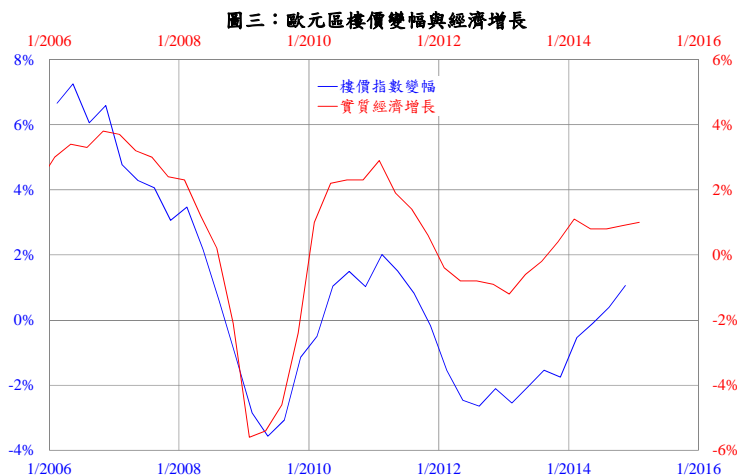
美國經濟有放緩無衰退，意指當然不是永不再衰，而是在息差可測的兩年內不衰。那麼較近年才復蘇的歐元區，其前景到底是美國對應的滯後版、衰退也排在美國之後，還是復蘇只是曇花一現、即將無以為繼？今文將倒模地跟隨上次手法看看歐元區前景，好讓大家可作比較；固然有些數據換了，但都是「技術上」之別，本質上還類似的。

首先看的是測最遠程的長短息差，照辦煮碗計十年、兩年及卅年、三月的兩個差，可見短期內雖偶有背馳，但在大上落的日子還算一致；而息差與滯後兩年的經濟增長，也在大上落的日子勉強一致【圖一】。如圖所料，歐元區經濟增長短線仍進一步改善，但到明年則麻煩了：息差縱未轉負，但跌速亦拍住海嘯前，意味衰退——縱非大衰。

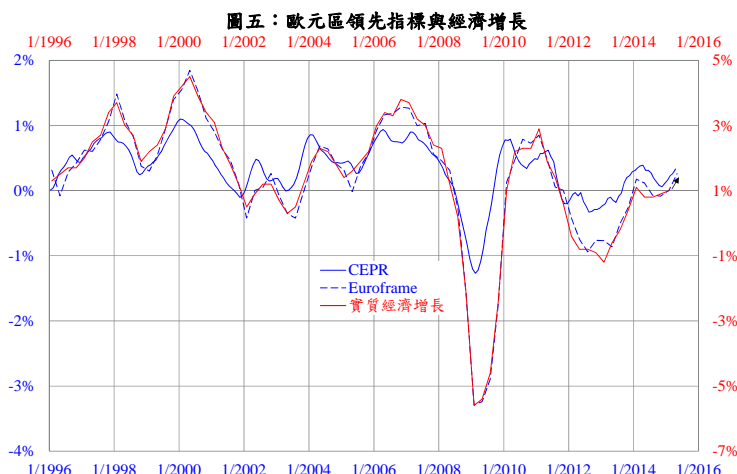
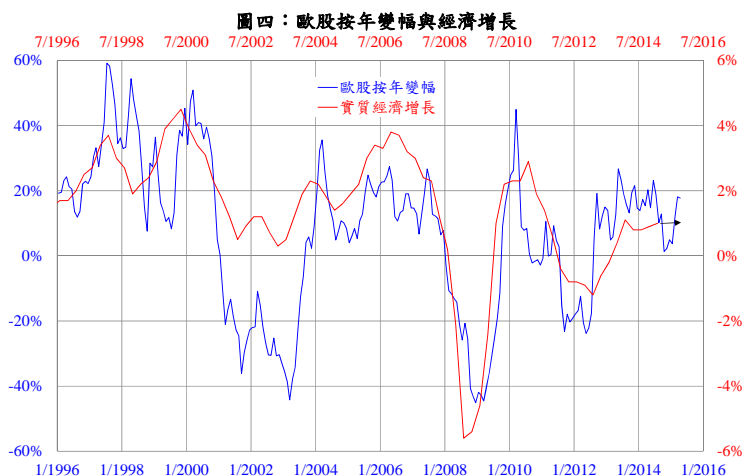


繼息差後，現對應上次看看樓市對經濟的啓示。歐元區的建屋數據為住宅樓宇批則 (residential building permits, 減 250) 及建築信心 (construction confidence, 乘 4)【圖二】。這兩數字與較短的經濟週期關係不大，儘管大升/跌時同見大盛/衰，但前者未見領先，

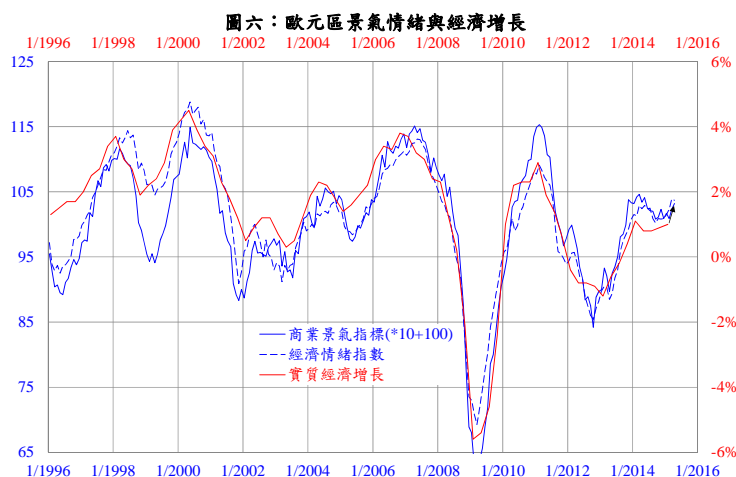
從數字趨勢上看只可說經濟前景還算可以。另外，歐元區未有整合十九國的售樓數字，而只有整合了的樓價指數，觀其按年變幅，則似乎僅與經濟同步，未見啓示【圖三】。歐元區這幾組樓市數據均無甚領先，情況跟美國截然不同，反而有點像本港般同步。



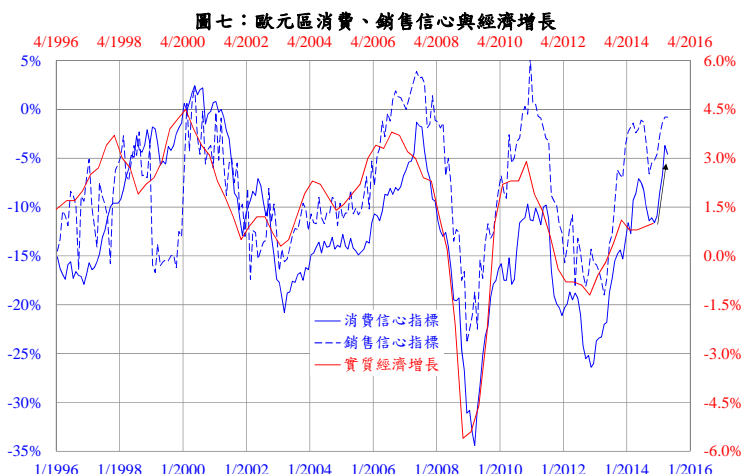
然而，歐股（Euro STOXX 50）領先經濟的程度卻比預期強，達一、兩季；而且，股市與經濟的關係亦不錯【圖四】，驟看較債、樓市與經濟的佳（圖一至三）。以此看，未來兩季的歐元區經濟增長平穩，但至於是稍好還是稍差，則指標波動而不易看得出。另在 2001 至 03 年跌市幅度不小，但經濟按年計卻無收縮，不過匯價則跌得很傷了。



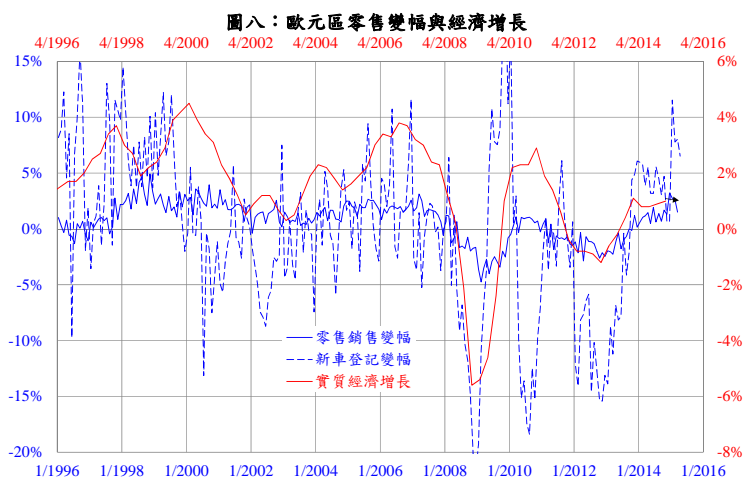
繼市場數據，歐元區也有一眾領先指標，包括 Centre for Economic Policy Research (CEPR) 及 Euroframe 編制的兩套；由於 Euroframe 的指標會事後多次大幅修正關係，故其走勢與 GDP 增長極為吻合，至於 CEPR 的走勢亦與經濟增長方向上一致【圖五】。兩套指標在關係上並無領先（上下橫軸一樣），但因每月搶開發佈而 GDP 則每季公佈，故實際上仍稍具領先作用。如圖所見，今季經濟增長應較第一季佳，吻合息差啓示。



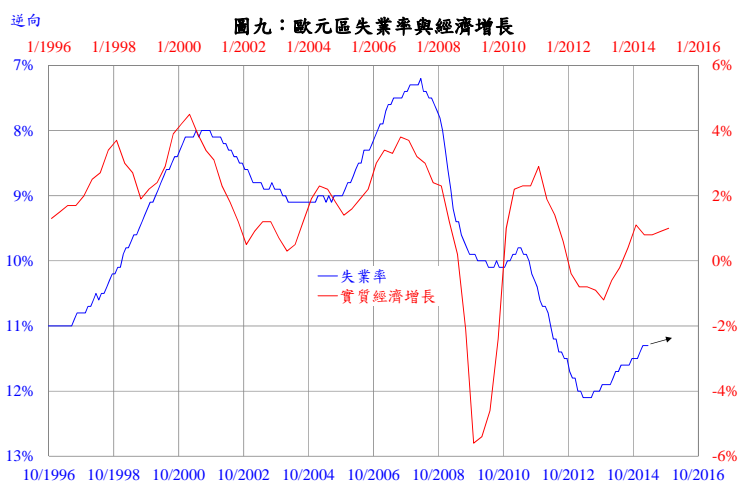
繼領先指標之外，就是歐盟執委會的市場調查數字。商業景氣 (business climate) 指標由五個工業調查加權組成，而經濟情緒 (economic sentiment) 則綜合了四個指標。兩「大」指標均無領先性，但因數據頻頻發佈，故如領先指標般具領先作用【圖六】。觀圖所見，今季經濟增長應勝上季，吻合領先指標及息差預測。再看經濟情緒兩個細項——消費及零售銷售信心，則見其領先性，圖料增長也續改善【圖七】。但一如以往，這些細項的領先性是以波動性換來的；論與經濟關係，則還是同步的「大」指標強。



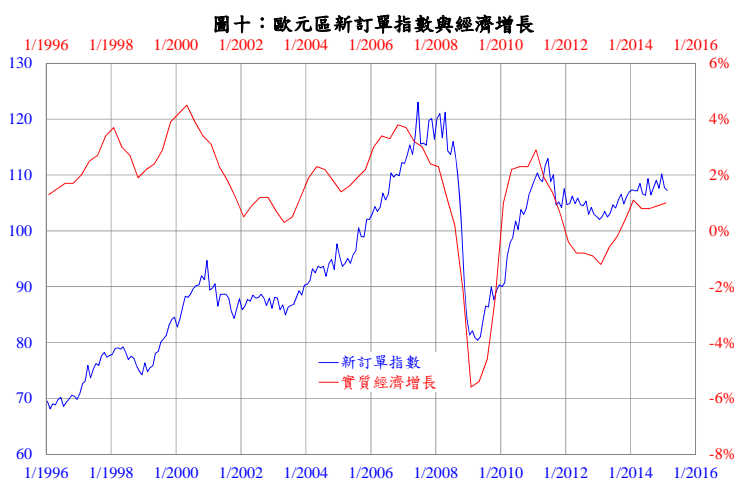
我們繼續對應上週的美國指標，調查指標後輪到銷售。歐元區零售銷售增長穩定，大上落不多見，亦似乎大致與經濟同步【圖八】。年初至今銷售增長先大升而後稍回，似乎預示今季經濟增長跟上季相約。至於汽車數字，銷售的找不到了，但有新車登記，不過此數波幅甚大，與經濟的關係亦不易看出。故近月登記數字大升亦未必有啓示。



歐元區不同美國般有非農職位數字，有的只是就業人數——職位與人數是兩回事。與其看就業人數，倒不如看失業率（ $= 1 - \text{就業人數} \div \text{勞動人口}$ ）。不過已知的事實是，失業率屬大滯後數字，普遍慢經濟增長三季，香港如是，歐元區亦然【圖九】。如此，失業率便成確認經濟復蘇的指標。失業率在持續下跌，意味近年的復蘇是堅（實）的。倒過來看，經濟增長預示失業率仍有續跌空間，儘管央行政策未必參考這滯後指標。



採購經理指數方面，由於數據有版權關係，故這裏以新訂單指數來取代【圖十】。觀乎數字僅與經濟同步，且兩者關係未算很強（尤早年），故此指標的預示性也不大。



綜觀一眾指標，不難得出歐元區經濟增長將短線向好的結論，情況剛與美國相反。畢竟央行還在大手量寬，由推出至今未夠一年，觀乎2009年的美國與2013年的日本，總有一年半載政策蜜月期的，故年內只要希臘不大亂，歐元區經濟持續改善不足為奇。不過，一如文初息差所料，踏入明年當量寬蜜月期過後，經濟對政策失反應而大回落，同樣不難料到。重溫上週息差預示美國一圖，明年看來對無論歐美，皆是困難之始。

羅家聰
環球金融市場部